

**ACTUALIZACIÓN DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO DE
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN
EN EL DOMINIO FIDUCIARIO
DEL “FIDEICOMISO FINANCIERO
FORESTAL BOSQUES DEL
URUGUAY”**

Montevideo, marzo de 2019

4	RESUMEN GENERAL
6	I ANTECEDENTES
10	II EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACION
12	III LA ADMINISTRACION
17	IV EL ACTIVO SUBYACENTE Y EL FLUJO FUTURO DE FONDOS
24	V EL ENTORNO
32	VI CALIFICACIÓN DE RIESGO

ACTUALIZACIÓN CALIF Oferta pública de: Certificados de Participación escriturales por USD 50.000.000 21-marzo-2019

Fecha de emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Denominación:	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Distribuciones:	toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de Fondos Netos Remanentes.
Estructurador:	Ferrere Abogados
Operador:	Agroempresa Forestal SA
Entidad Representante:	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Entidad Registrante:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Fiduciario:	EFAsset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Vigencia de la actualización:	hasta el 30 de noviembre de 2019 ¹
Comité de Calificación:	Ing. Julio Preve, Ing. Agr. Adrián Tamber y Cr. Martín Durán Martínez
Calificación:	BBB +(uy)
Manual:	Manual de Calificación de Finanzas estructuradas administradas por terceros.

¹. La calificación otorgada puede estar sujeta a modificación en cualquier momento según se deriva de la metodología de trabajo de CARE

Resumen General

CARE actualizó la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Forestal Bosques del Uruguay, manteniendo la categoría BBB + (uy) de grado inversor.

Del conjunto de los principales elementos de juicio en esta oportunidad, el comité de calificación destaca los siguientes:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura, oportunamente destacada y ratificada en el correr del tiempo.
- Un negocio con una adecuada consistencia entre los supuestos del prospecto, las acciones de compra de tierra y áreas plantadas y que desde el punto de vista económico financiero para el inversor, soporta los stresses ajenos al negocio a los que razonablemente la emisora y la calificadora han sometido el proyecto. Incluso se realizó una nueva estimación satisfactoria del Costo de Oportunidad del Capital, recogiendo las variaciones en la tasa de interés internacional y en el riesgo país.
- Los informes del Operador y del Comité de Vigilancia resultan satisfactorios para la marcha del proyecto, los desvíos informados son de escasa magnitud y no generan cambios en los resultados esperados.
- Un diseño de gobierno corporativo que minimiza el riesgo a los inversionistas y que hasta la confección del presente informe ha funcionado en forma adecuada (informes del operador, asambleas de titulares de Certificados de Participación e informes del comité de vigilancia).
- La capacidad de gestión de la empresa administradora del proyecto – Agroempresa Forestal – se mantiene bajo los estándares de eficiencia evaluados en los anteriores informes de actualización, lo que se ratifica en los distintos informes de las partes involucradas. Es importante destacar, que el Administrador está ejecutando dos emprendimientos más, bajo una construcción financiera de características muy similares, también con buenos resultados. Asimismo estaría realizando en breve un nuevo proyecto, también a través de la emisión de un Fideicomiso Financiero y que fuera en su momento analizado y calificado por CARE.
- El patrimonio de tierras de BDU al 31 de Diciembre de 2018 asciende a 9,537 hectáreas de las cuales 5.587 hectáreas se encuentran forestadas y 146 hectáreas están siendo preparadas para plantar en el 1er trimestre de 2019. La última tasación de los campos y los montes del Fideicomiso al 31 de diciembre de 2018 arroja un valor total de USD 48,5 millones, cifra prácticamente igual al monto total de la emisión, aunque es un 2,6% menor a la tasación del año anterior.

- La última actualización de la TIR la ubicaba en el 9,44%, levemente mayor a la proyectada en la calificación original. Las inversiones realizadas hasta el momento se mantienen en los rangos previstos y los montes están en pleno crecimiento, no existiendo por lo tanto nueva información que justifique realizar una nueva actualización de la TIR.
- Aunque los precios de los commodities agrícolas han registrado un descenso en años recientes, desde hace ya algún tiempo las proyecciones más confiables señalan una relativa estabilidad de los mismos. En particular, la celulosa y los productos forestales han mostrado una clara recuperación, separándose del resto de las commodities, en respuesta a una demanda muy sostenida. En la Sección V se actualiza la información y se profundiza sobre este aspecto, en particular la evolución del precio de la tierra y de la madera.
- No se advierten amenazas en lo que respecta a las políticas públicas.

I. ANTECEDENTES

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

CARE Calificadora de Riesgo fue contratada para actualizar la calificación de los Certificados de Participación del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay (en adelante "Bosques del Uruguay") por un valor nominal de USD 50.000.000 (cincuenta millones de dólares de los Estados Unidos), cuyas características se detallan en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay www.bcu.gub.uy, de la Bolsa Electrónica de Valores www.bevsa.com.uy y de CARE www.care.com.uy

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero, así como de las calificadoras de riesgo. La nota obtenida no representa una recomendación o una garantía de CARE para futuros inversores, y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de cualquier decisión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica el desempeño esperado del fideicomiso, su capacidad de generar en el tiempo utilidades, conforme al proyecto de ejecución del negocio forestal que su administración está mandatada a realizar. Admitido el rango de tasas de retorno derivado de múltiples simulaciones como razonable para el proyecto en su primera calificación, las siguientes no se vinculan estrictamente con la obtención de estas cifras. En efecto, no se trata de una emisión con compromiso de rentabilidad fijo. Por tanto la nota no depende estrictamente del alcance de las Tasas Internas de Retorno calculadas en el proyecto, ni de los costos de oportunidad del capital de los inversores. En definitiva, la nota sigue entre otros criterios el cumplimiento del proyecto y el alcance de una rentabilidad mínima que se juzgue aceptable en ocasión de cada recalificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay a partir de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: www.care.com.uy así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy. El comité de calificación estuvo integrado en este caso por el Cr. Martín Duran, el Ing. Julio Preve y el Ing. Agr. Adrián Tamber. Del mismo modo CARE contrató los servicios del estudio jurídico Herrera profesionales asociados cuyo informe se adjuntó a la calificación original. Asimismo recurre regularmente a la Ing. Agr. Martha Tamosiunas para los informes de campo.

2. Antecedentes generales y hechos salientes del período

El objeto principal del “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay” es: (a) la emisión de los Certificados de Participación y su suscripción por parte de los Beneficiarios según términos y condiciones que surgen del Contrato de Fideicomiso y del Documento de Emisión (etapa cumplida), (b) la implementación del Proyecto Productivo que consiste básicamente en un proyecto de inversión que crea un Patrimonio Forestal en Uruguay, para la producción de madera con destino a la comercialización en el mercado uruguayo e internacional, y (c) la distribución de los fondos resultantes de tal implementación del Proyecto entre los Titulares, en la forma que se establece en el Contrato de Fideicomiso.

- El patrimonio de tierras de BDU al 31 de junio de 2018 asciende a 9,537 hectáreas de las cuales 5,587 hectáreas ya se encuentran forestadas y 146 están siendo preparadas para plantar. De esta forma la superficie forestal representa un porcentaje en el entorno del 60%. La superficie forestal representa un porcentaje en el entorno del 60%. Está constituido por 14 propiedades ubicadas en el centro este y sureste de Uruguay en el Cerro Largo (26%), Durazno (16%), Florida (49%), Lavalleja (6%) y Treinta y Tres (3%). Las especies establecidas son Eucalyptus grandis (65,2%), E. dunnii (28,4%), E. Saligna (6,2%), fundamentalmente.
- Al haber completado la operación de compra de tierras y plantación de prácticamente la totalidad de los montes las operaciones del proyecto esencialmente corresponden a tareas de mantenimiento, control de malezas y plagas, vigilancia, etc. Las actividades de plantación sólo se mantienen para sustitución de especies en el predio Reboledo, actividad que estaba prevista para la primavera de 2018 pero que se prorrogó para el primer trimestre de 2019.
- Los objetivos trazados para el 2018 se centraron en:
 - o Establecimiento de plantaciones en campos donde se realizarían cosechas finales.
 - o Continuar y profundizar el plan de manejo silvicultural establecido.
 - o Renovar la certificación FSC.
- Las plantaciones proyectadas para el 2018 (146 hectáreas), finalmente no se realizaron y se postergaron para el primer trimestre de 2019. Se realizaron si las tareas de preparación de suelo y control de malezas, quedando de esta forma el área lista para plantación.
- En la medida que los montes alcanzan el desarrollo adecuado se vienen realizando las podas necesarias para el manejo de la calidad de la madera. Se estima que aproximadamente el 71% de la superficie plantada será destinada a producir madera de calidad, el 29% producirá madera para pulpa. Algunos montes no alcanzaron el desarrollo previsto para la realización de la tercer poda, mientras que en otros el desarrollo alcanzado permitió que les anticipara la poda 4.

- En 2018 estaba previsto realizar un raleo comercial en el predio Don Chico y su venta de madera. Ese raleo se fue postergando y finalmente se comenzó a realizar sobre fines de diciembre de 2018 con lo que los ingresos por la venta de esa madera se corrieron para el 2019, en consecuencia también se corrieron los gastos asociados a esa actividad.
- Las ventas totales de madera de 2018 fueron US\$ 1.1 millones menores a las presupuestadas debido principalmente a la postergación del raleo en el predio Don Chico que hubiera aportado US\$ 1 millón. Por su parte, las ventas de stock de madera del monte de Eucalyptus Globulus y Smithii cosechado en Reboledo en 2017 alcanzaron los 13,935 m3 por un valor de US\$ 376 mil, marcando un desfase de 2.064 m3 y US\$ 55,731 en volumen y valor respectivamente respecto del presupuesto.
- Los demás objetivos de limpieza y manejo de campos se cumplieron adecuadamente, según informa el operador.
- En Diciembre se realizó la auditoria FSC por parte de la empresa SGS; la certificación FSC fue renovada.
- A través de las notas de 8 de octubre y 14 de noviembre de 2018, el Fiduciario notificó a CARE del otorgamiento de un financiamiento por parte del BBVA al Fideicomiso por hasta 2 millones de dólares con una vigencia hasta el 30 de diciembre de 2021. El cronograma de desembolsos es de 1,1 millones de dólares en el año 2018 (que se hizo efectivo) y luego hasta 300 mil dólares por año por tres años. El financiamiento se cancelará en 4 cuotas semestrales iguales y consecutivas con vencimiento al 30 de junio y 31 de diciembre de 2022 y 2023. Con esta comunicación, el Fiduciario cumple con lo establecido en la cláusula 7 del contrato, la cual fuera modificada el 5 de abril de 2017 para habilitar al fideicomiso a endeudarse por hasta un cierto porcentaje de su patrimonio (15%), para lo cual debe obtener previamente el visto bueno del Comité de Vigilancia y comunicar a la Calificadora de Riesgo.
- El 10 de diciembre de 2018 el Fiduciario informó como hecho relevante que el FF Bosques del Uruguay amplió su giro económico a la extracción de materiales de canteras. Hasta el momento las ventas de productos de cantera han sido marginales, no obstante si se desarrolla y amplía este nuevo rubro será necesario actualizar los flujos financieros y las rentabilidades esperadas.
- A la fecha de cierre de este informe, el operador informa que todas las plantaciones se encuentran en buen estado sanitario, observándose una mejoría en el estado de los predios Reboledo y La Yeguada que en 2017 registraron daño por hongos (Botryosphaeria) en el fuste. Situación que había sido comentada por el Comité de Vigilancia. El fondo integra el comité de sanidad de la SPF (Soc. de Productores Forestales) que tiene como objetivo el monitoreo e identificación de plagas y enfermedades de las plantaciones forestales. El informe del Comité de Vigilancia al 31 de diciembre también informa que los montes se encuentran en general con buen desarrollo productivo y que se viene cumpliendo con el manejo de podas para la obtención de madera de calidad.

- La consultora Poyry realizó una tasación de la totalidad de los predios y montes del Fideicomiso estimando un monto total de 48,5 millones dólares conformado por 28,8 millones por la tierra, 19,5 millones por los montes y 0,1 millones por concepto de ingresos por pastoreo.

3. Información analizada.

La información analizada en esta ocasión fue la siguiente:

- o Estados contables intermedios de EF Asset Management al 30/9/2018.
- o Estados contables del Fideicomiso al 31/12/2018²
- o Balance de Agroempresa Forestal al 31 de diciembre de 2017, con informe de auditoría.
- o Informe del tercer y cuarto trimestre de 2018 de Agroempresa Forestal.
- o Informe del Comité de Vigilancia a diciembre de 2018.
- o Entrevistas con Agroempresa Forestal.

² CARE aún debe recibir la información definitiva.

II. EL FIDEICOMISO Y LOS CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN

Se colocaron mediante oferta pública Certificados de Participación en el dominio fiduciario del Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay, creado por contrato correspondiente de fideicomiso financiero. Este contrato, los certificados y los demás contratos citados se analizan en la presente sección.

1. Descripción general

Denominación	Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay
Fiduciario	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Administrador:	Agroempresa Forestal S.A.
Entidad Registrante:	EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A.
Entidad Representante	Bolsa Electrónica de Valores S.A.
Organizador:	Agroempresa Forestal S.A.
Títulos a emitirse	Certificados de Participación
Activos del Fideicomiso	El Fideicomiso invertirá en la compra de inmuebles rurales para desarrollar una explotación forestal.
Moneda:	Dólares
Importe de la Emisión:	USD 50.000.000
Fecha de Emisión:	5 de agosto de 2011
Plazo de la emisión:	Hasta liquidación de activos y obligaciones del fideicomiso
Distribuciones:	Toda vez que existan Fondos Netos Distribuibles luego de cada Cierre de Ejercicio, o al procederse a la venta de los Activos del Fideicomiso o por la distribución final de los Fondos Netos Remanentes
Calificación de Riesgo:	BBB + (uy)

2. El análisis jurídico

El análisis jurídico se agregó en el Anexo I del informe original de calificación. El mismo, descartó cualquier eventualidad de conflictos derivados por ejemplo de la construcción jurídica, los contratos respectivos, el cumplimiento con normas vigentes, etc.

El mismo concluía ***“A modo de síntesis y contemplando todos los aspectos involucrados, se constata un razonable grado de cobertura, no advirtiéndose riesgos sustanciales asociados a contingencias jurídicas en el proceso de emisión proyectado”.***

Riesgos considerados

Riesgo jurídico de estructura. Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los beneficiarios, derivado de defectos en la estructura jurídica. Practicados los correspondientes análisis, debido a que no ha existido cambio alguno en lo que refiere a la construcción jurídica y teniendo presente el paso del tiempo sin controversias, se concluye nuevamente *el riesgo es casi nulo.*

Riesgo por iliquidez. Los certificados se han diseñado para ser líquidos. Por este motivo, la liquidez puede considerarse adecuada dadas las características del mercado uruguayo. No obstante, este proceso no es instantáneo y puede llevar un tiempo imposible de determinar. *El riesgo es medio bajo.*

III. LA ADMINISTRACIÓN

Las características de la emisión hacen necesario analizar dos empresas administradoras: EF Asset Management (EFAM) en su condición de emisora y fiduciaria del fideicomiso financiero, y Agroempresa Forestal S.A. (AF) en su condición de operadora del proyecto.

1. Ef Asset Management (EFAM)

La empresa administradora o fiduciaria es EF Asset Management Administradora de Fondos de Inversión S.A (EFAM). Se trata de una sociedad anónima cerrada que tiene por objeto la administración de fondos de inversión y fideicomisos de cualquier naturaleza. Fue inscrita en el Registro Nacional de Comercio el 7 de abril de 2003 con el N° 2014 – Rut: 214769530012.

El 20 de agosto de 2003, el Banco Central del Uruguay (BCU) autorizó a la sociedad a funcionar en el marco de la Ley de Fondos de Inversión No. 16.774 del 27 de setiembre de 1996 y su modificación posterior en la Ley No. 17.202 de fecha 24 de setiembre de 1999.

El 9 de julio de 2004, el BCU (comunicación No. 2004/188) autorizó a la firma a actuar como Fiduciario Financiero en el marco de la Ley No. 17.703 de fecha 27 de octubre de 2003. Asimismo, en dicha fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Mercado de Valores del BCU como Fiduciario Financiero.

El 23 de mayo de 2005, el BCU la autorizó a actuar como Fiduciario Profesional en el marco de la citada ley (17.703). En la misma fecha, la sociedad fue inscrita en el Registro de Fiduciarios Profesionales, Sección Fiduciarios Generales que lleva el BCU.

Autoridades

Son socios accionistas en partes iguales la Sra. Sandra Susana González Vila y Diego Rodríguez Castagno. Este último es a su vez el presidente de la firma siendo el Sr. Nelson Mendiburu Battisttesa el vicepresidente.

Situación económica y financiera

El análisis de los EE.CC intermedios al 30 de setiembre de 2018 sigue mostrando una sólida situación de solvencia. El ratio de liquidez se mantiene por debajo de la unidad. Cabe mencionar que el activo no corriente se compone en buena medida por los depósitos en garantía a que está obligada la firma, según normativa vigente, por los fideicomisos que administra y en consecuencia son de disponibilidad restringida. Esto explica los pasivos financieros, que son contraídos para constituir estas garantías y que una vez liberadas, los mismos son cancelados. En cuanto a la eventual necesidad temporal de fondos para atender obligaciones de corto plazo, la firma cuenta con financiamiento con partes relacionadas por lo que el riesgo de liquidez es muy acotado.

Cuadro 1: Estado de Situación de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/09/2018	31/12/2017	31/12/2016
Activo Corriente	11.994	9.391	12.515
Activo no Corriente	97.303	81.968	79.870
Total Activo	109.297	91.360	92.385
Pasivo Corriente	14.939	13.068	12.998
Pasivo no Corriente	65.433	52.817	55.330
Total Pasivo	80.372	65.885	68.328
Patrimonio	28.925	25.474	24.056
Total Pasivo y Patrimonio	109.297	91.360	92.385
Razon Corriente	0,80	0,72	0,96

Fuente: EE.CC EFAM

Los resultados parciales de la firma a setiembre de 2018 muestran un incremento respecto al mismo periodo del año anterior explicado fundamentalmente por resultados financieros.

Cuadro 2: Estado de Resultados de EFAM (miles de \$)

Concepto	30/09/2018	30/09/2017	31/12/2017
Ingresos Operativos	32.637	28.545	38.189
Gastos Adm. y Vtas.	(28.731)	(24.094)	(33.804)
Resultado Operativo	3.905	4.450	4.385
Resultados Financieros	800	(948)	(1.647)
Resultados antes de impuestos	4.705	3.503	2.738
IRAE	(1.255)	(991)	(1.040)
Resultado del período	3.451	2.512	1.699
Res Operativos/Ingresos	11,96%	15,59%	11,48%
Res Ejercicio/Ingresos	10,57%	8,80%	4,45%

Fuente: EE.CC de EFAM

Mantiene bajo su administración una importante cartera de fideicomisos, en cantidad y diversidad; por lo que su idoneidad para esta función no ofrece dudas.

2. Agroempresa Forestal S.A. (AF)

La empresa operadora ya ha sido analizada por CARE en ocasión de la calificación original de este fideicomiso y otros análogos a este (BDU II y BDU III) y sucesivas actualizaciones, incluso, en uno de reciente creación (BDU 4). En todas las ocasiones la evaluación de la firma en cuanto a su capacidad de llevar adelante los distintos proyectos ha sido positiva por lo que de aquí en más solo se hará un seguimiento de la misma, alertando ante la ocurrencia de algún hecho relevante que justifique una revisión de dicha opinión.

Sintéticamente se recuerda que AF Global SRL es la empresa holding bajo la cual opera AF Administraciones Forestales. Las otras dos divisiones son La Novillada (control de malezas y venta de agroquímicos) y AF Maderas focalizada en la exportación de rolos para aserrío y ventas de madera en el mercado doméstico.

AF inicia sus operaciones en Uruguay en el año 2000; en el 2007 lo hace en Chile y en 2010 en Brasil. Sumando los tres países, AF opera en más de 100.000 hás.

En Uruguay, siendo el antecedente más relevante, AF administra el patrimonio de tres fideicomisos calificados por CARE (incluyendo este) que entre todos suman un patrimonio superior a los USD 300 millones; a estos se le agrega una cuarta operación, también calificada por CARE, ya aprobada con una emisión prevista de hasta USD 330 millones.

El Directorio de AF sigue estando presidido por el Ing. Agr. Francisco Bonimo y la Gerencia General por el Ing. Industrial Mecánico Dan Guapura. Actualmente integran el grupo vinculado a actividades locales, un total de 28 personas (incluyendo 2 personas afectadas a AF Maderas). Una vez se ponga en marcha la cuarta operación se estima que la nómina supere las 50 personas.

Situación económica financiera

La firma cierra balance el 31 de diciembre; en la oportunidad se contó con el último cierre disponible auditado por Deloitte al 31/12/17.

De acuerdo a los últimos tres EE.CC presentados y que CARE tuvo a la vista, la firma muestra una evolución patrimonial positiva y creciente, consistente con la evolución de resultados obtenidos.

Por lo expuesto, Se sigue manteniendo opinión favorable en cuanto a la capacidad de AF de llevar adelante esta y las demás operaciones mencionadas. Se recuerda, por otra parte, que en tanto administradora de patrimonios de fideicomisos, AF está sometida a los controles de rigor en esos casos contemplándose incluso la eventualidad de su sustitución de ocurrir alguna de las contingencias previstas en los contratos respectivos.

El Fideicomiso

El Fideicomiso BDU fue creado en mayo de 2011 y en agosto del mismo año, EFAM (la fiduciaria) emitió por cuenta del mismo Certificados de Participación escriturales por un valor nominal de USD50 millones. Ya en informes anteriores se daba cuenta que se había completado la etapa de adquisición de tierras así como ha culminado la campaña de plantación por lo que la empresa operadora está abocada a los trabajos de manejo y mantenimiento que corresponden a este tipo de explotación según las distintas especies.

El Fideicomiso cierra su ejercicio fiscal el 30 de junio de cada año, siendo su cierre contable el 31 de diciembre de acuerdo a lo establecido en el artículo 330 de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay.

Se recuerda que luego del cierre del ejercicio 2017 auditado por la firma Ernest & Young Uruguay se cambió de firma y a partir de entonces la auditoría está a cargo de Deloitte. Una de las consecuencias es que los EE.CC se presentan en dos monedas; en la moneda funcional (USD) y en la moneda legal (\$). Por considerarlo más representativo de la evolución del proyecto, de aquí en más se informarán los EE.CC presentados en USD por lo que en esta ocasión, el comparativo se hará solamente respecto al periodo inmediatamente anterior. Un resumen del estado de situación y resultados del fideicomiso al cierre de diciembre de 2018 se exponen en los cuadros siguientes.

Cuadro 3: Estado de Situación del fideicomiso

En miles de u\$s	31/12/2018	31/12/2017
Activo Corriente	1.021	1.567
Activo no Corriente	48.587	48.778
Total Activo	49.607	50.346
Pasivo Corriente	312	368
Pasivo no Corriente	1.859	965
Total Pasivo	2.171	1.333
Patrimonio	47.437	49.013
Total Pasivo y Patrimonio	49.607	50.346
Razon Corriente	3,27	4,26

Fuente: EE.CC F.F. BDU

El patrimonio contable del fideicomiso al 31/12/18 asciende a algo más de USD 47.4 millones según se desprende del cuadro precedente mientras que el valor de la emisión de los CP's fue de USD 50 millones. Los activos no corrientes (tierra y bosques) lo componen unos USD 28.8 millones en tierras y unos USD 19.6 millones en activos biológicos. Esta pérdida patrimonial (que se supone circunstancial) responde a resultados deficitarios como se explica a continuación.

Cuadro 4: Estado de resultados del fideicomiso

Expresado en miles de u\$s	31/12/2018	31/12/2017
Ingresos Operativos	616	202
Cambio de valor en activos biológicos	5.132	695
Costo de los bienes vendidos	(786)	(100)
Resultado Bruto	4.961	797
Gastos de administración y ventas	(866)	(861)
Resultados financieros	22	19
Resultados del periodo antes impuestos	4.117	(44)
Impuesto a la renta	102	(10)
Resultado del periodo	4.220	(54)
Revaluaciones	(5.795)	1.300
Resultado integral del periodo	(1.575)	1.246

Fuente: EE.CC F.F. BDU

Dadas las características del negocio forestal, es lógico esperar resultados negativos en los primeros años por cuanto el rubro principal a vender es la madera cosechada; en tal sentido, la primera tala está prevista aproximadamente a 10 años de su plantación (año 2022 en adelante). Mientras tanto, los ingresos son marginales: venta del producto de podas y raleos, pastoreos etc. Esto explica las pérdidas del periodo informado así como la disminución del patrimonio. Las tasaciones de los activos biológicos, que reflejan económicamente la evolución de las plantaciones, así como la tasación de la tierra se realizan una vez al año en ocasión del cierre a diciembre. En este caso, las primeras arrojaron una apreciación de valor superior a los USD 5 millones que contrasta con una revaluación negativa del rubro propiedad planta y equipo (básicamente los inmuebles rurales) en una cifra cercana a los USD 5.8 millones.

Riesgos considerados

Riesgo jurídico, por incumplimiento de alguna disposición por parte del fiduciario o del administrador. El mismo se encuentra pormenorizadamente analizado y acotado en los contratos analizados. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo administración, considerando la idoneidad para cumplir con la función de AF S.A. y de EFAM, en virtud que todos los análisis practicados en la calificación del BDU, se considera que el riesgo de incumplimiento de la administradora y del fiduciario con las responsabilidades del proyecto es prácticamente inexistente. *Riesgo casi nulo.*

Riesgo de conflictos, derivado de la posibilidad de juicios capaces de interferir con el mandato recibido y en tanto la existencia de previsiones para enfrentarlos. Por iguales razones que el anterior, resulta poco probable que aun dándose conflictos, el fiduciario y la administradora no pudieran resolverlos a satisfacción del proyecto. *Riesgo muy bajo.*

Riesgo por cambio de fiduciario está adecuadamente previsto en los casos correspondientes, que dejan esta posibilidad a los inversores adecuadamente representados.

Riesgo por cambio de administrador forestal, se encuentra también previsto en función de diversos resultados.

IV. EL ACTIVO SUBYACENTE Y FLUJO FUTURO DE FONDOS

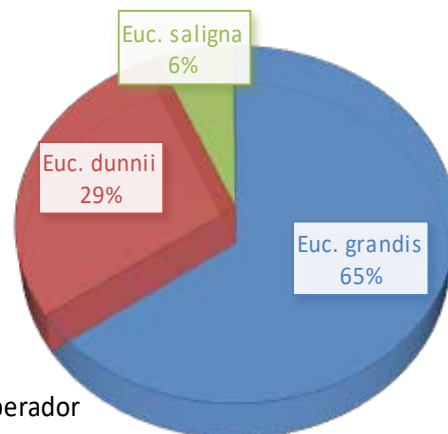
Según el contrato de Fideicomiso Financiero y el resumen recogido en el Prospecto de Emisión, la finalidad del “Fideicomiso Financiero Bosques del Uruguay” es invertir en la compra de inmuebles rurales situados dentro del territorio de la República Oriental del Uruguay, los cuales son destinados a la actividad forestal.

En el mismo documento, se estableció el marco dentro del cual se desarrollaría la estrategia del Fideicomiso para cumplir con su fin.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado. A la fecha todas las actividades planificadas se encuentran en ejecución y los campos han completado su cronograma de plantación inicial.

A la fecha de confección de la presente actualización, el Fideicomiso ha cumplido con la compra de tierras y la implantación de los árboles. La superficie total adquirida es de 9.537 has, de las cuales ya se encuentran forestadas 5.587 y 146 están siendo preparadas para plantar, lo que significa un 60% de aprovechamiento. Del total de la superficie plantada con Eucaliptus, 3.643 has han sido plantadas con grandis, 1.587 has con dunii, 345 has con saligna y 12 has con otras especies.

Grafica 1.- Superficies plantadas por especie



Fuente: El Operador

Las proyecciones financieras se han ido actualizando por el operador y así han sido mencionadas en otras actualizaciones. La última TIR esperada, es de 9,44%, superior a la estimada en el prospecto de emisión, ubicada en 8,58%. Se han mantenido incambiadas las variables utilizadas en la última actualización de las proyecciones financieras, por lo tanto la TIR esperada vuelve a expresar que se mantiene en los valores proyectados en aquella oportunidad, no siendo necesario en esta oportunidad realizar nuevas actualizaciones.

Las tasaciones presentadas a diciembre de 2018 estiman el “valor razonable” de las plantaciones forestales mediante técnicas de valor actual de flujos de fondos estimados, combinando técnicas de enfoque de costos (cost approach)

24,1%, enfoque de ingresos (income approach) 74,6% y ventas comparables (sales comparison) 1,3%. Suponiendo entonces que si el valor actual neto (que está descontado a una tasa de 8,5%) está muy cercano al valor de la emisión, se podría inferir que la tasa de retorno debería estar en un valor muy cercano al de la tasa de descuento considerada. De esta forma la tasación estaría avalando una TIR en el entorno al 8-8,5%.

1. Nueva estimación del Costo de oportunidad del Capital

Con el objetivo de testear algunos supuestos introducidos en las proyecciones del plan de negocios que se está llevando adelante, CARE profundizó el análisis del costo de oportunidad del capital para descontar los flujos de fondos³. Para ello se calculó el costo promedio ponderado del capital (WACC⁴) del presente proyecto.

El punto fundamental para el cálculo del WACC, cuando no existe endeudamiento, es la estimación de la retribución de los fondos propios. Para esto se utilizó el modelo de valoración CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, siguiendo a Damodaran⁵ se adicionó a éste una prima que contempla el riesgo específico del mercado en el que se ejecuta el proyecto. En consecuencia para el cálculo del costo de los fondos propios se aplica la siguiente fórmula:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + Er_p$$

Donde:

$E(r_i)$: Tasa de retorno esperada del capital

β_{im} : Riesgo sistemático propio respecto del riesgo de mercado⁶.

r_f : tasa libre de riesgo

$E(R_m) - R_f$: Prima de Riesgo país. Es el premio por riesgo específico al mercado que opera el proyecto.

Er_p : Prima por riesgo específico a la compañía o proyecto evaluado

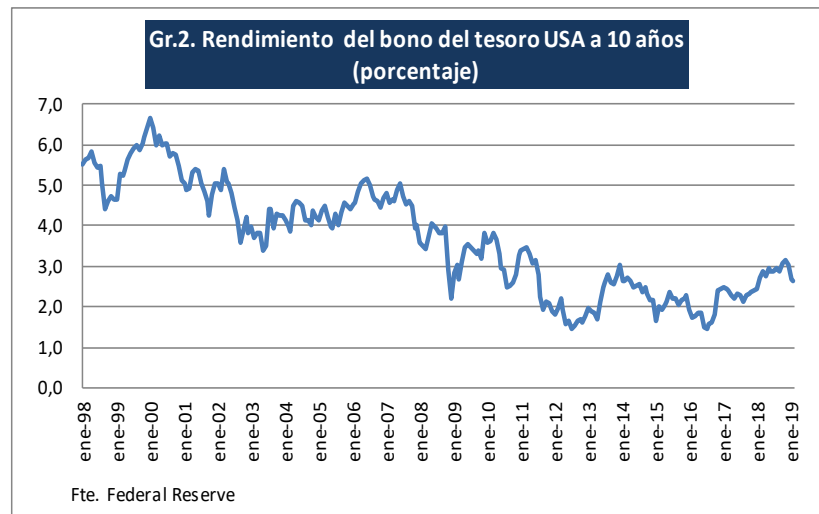
Para efectuar este cálculo se opta normalmente por utilizar los promedios de 20 años de los rendimientos de los Treasury Bonds 10 Years de la Reserva Federal de los Estados Unidos. Ese promedio resulta exigente respecto al costo de oportunidad del capital, dado que incluye valores de fines de la década de los noventa y comienzos de la década del 2000, en que el rendimiento se ubicaba entre 5 y 7%, cuando en los últimos diez años, ese rendimiento se ubicó en 2,48% y a febrero de 2019 se ubicaba en 2,7%.

³. El prospecto de emisión supone una tasa de descuento del 8%.

⁴. Weighted Average Cost of Capital

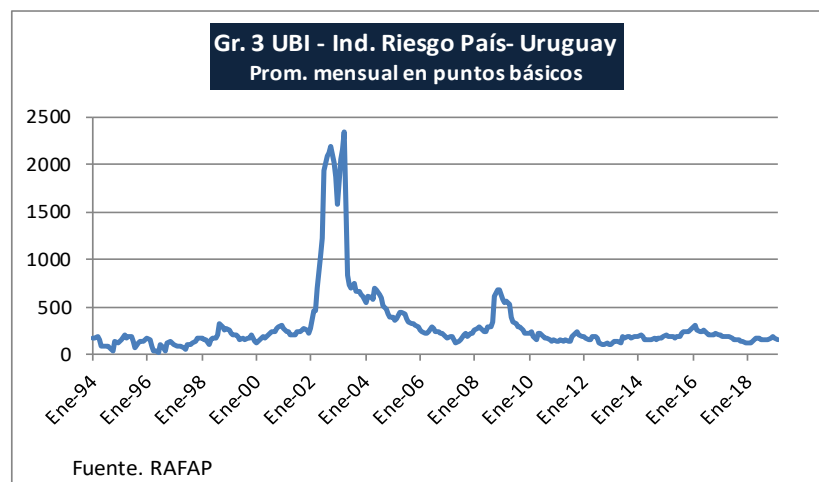
⁵. A. Damodaran, "Estimating Equity Risk Premiums" Stern School of Business.

⁶. Se consideraron los betas promedio de empresas de producción primaria de bienes agrícolas en mercados emergentes según A. Damodaram



El rendimiento de estos bonos ha venido creciendo en los años más recientes, superando el 3% en los últimos meses de 2018, consecuencia del aumento de la tasa de la FED. Sin embargo en los primeros meses de 2019 el rendimiento de los bonos ha bajado y muchos analistas ya estiman que el incremento de las tasas de la FED ya se estaría atenuando. En consecuencia, en el corto plazo no se deberían esperar mayores crecimientos en las tasas de interés de los bonos y no resulta razonable esperar que las mismas alcancen niveles tan altos como en el pasado.

Por su parte el riesgo país, medido a través del índice UBI de República AFAP, también incorpora datos "anómalos" cuando se incluye el período de la crisis de 2002. Si bien es una realidad que la economía uruguaya atraviesa en determinados períodos crisis de esa magnitud, no se considera muy probable que ello pueda ocurrir en el futuro mediano plazo.

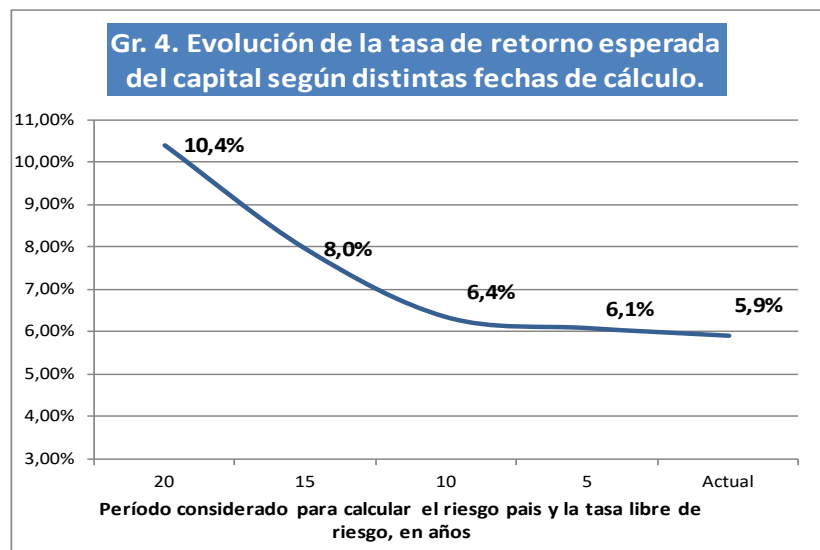


En esta ocasión y a la luz de estas discusiones, se calculó el $E(r_f)$ en distintos escenarios (el parámetro "beta unlevered" de Damodaram, para enero de 2019 se ubica en 1,02).

Por estos motivos, a los efectos de calcular estos indicadores se tuvieron en cuenta en primer lugar los niveles de riesgo actuales, que son aquellos sobre los cuales los inversores deben tomar las decisiones. En este sentido, para el caso del rendimiento de los bonos americanos se consideró 2,66% un valor menor al promedio de los últimos 20 o 15 años pero superior al de los años más recientes (10 años o menos). Para el riesgo país (índice UBI), se consideraron 162 puntos básicos, un valor sensiblemente más bajo que en el pasado reciente, pero que responde a la realidad actual.

Aplicando estos valores se llega a una tasa de retorno esperada para el capital propio del 5,78%. Este valor es inferior a la TIR esperada del inversor (9,44%), lo que nos indicaría que la tasa prevista es superior a la teórica. Si bien estas comparaciones no pueden tomarse en sentido estricto, constituyen una referencia que – entre otras- ayuda a conformar un juicio acerca de la inversión.

El costo de oportunidad del capital propio ha aumentado en el pasado reciente como consecuencia del incremento en los retornos de los bonos del tesoro de EEUU (tasa libre de riesgo), no obstante aún está por debajo de los valores medios anteriores para períodos más largos y parecería estar estabilizándose. En este sentido interesa comparar los niveles actuales con los que cabía esperar con los valores promedio de los últimos 20, 15, 10 o 5 años. Puede verse claramente que si bien el costo de oportunidad ha aumentado recientemente, aún se mantiene por debajo de los valores esperados para períodos más largos.



Esto indica que según estas metodologías, la tasa de descuento del proyecto es adecuada y reforzaría los cálculos del retorno del negocio para el inversor.

2. Manejo Económico- Productivo

Las ventas 2018 fueron menores a las presupuestadas debido a la postergación del raleo del predio Don Chico y a que se sobreestimó el stock 2017 de madera cosechada en Reboledo. La mayor diferencia en los ingresos esperados se explican por el no ingreso de las ventas del raleo que explican el

95% del desvío. Esta reducción de los ingresos en 2018 no inciden de forma relevante en el retorno esperado de la inversión, ya que buena parte de ellos se verificarían en 2019, además de ser marginales en el negocio global.

Cuadro 5. Ventas al cierre del año 2018 por destino y tipo (Área, volumen y valor US\$)

Ventas	Volumen físico (m3)			Monto total (USD)			Monto por m3		
	Real	Presupuesto	Diferencia	Real	Presupuesto	Diferencia	Estimado	Presupuesto	Diferencia
Venta stock 2017	13.935	15.999	(2.064)	376.269	432.000	(55.731)	27	27	-
Eucal. Grandis pulpa	0	17.149	(17.149)	0	1.011.851	(1.011.851)	0	59	(59,00)
Total	13.935	33.148	(19.213)	376.269	1.443.851	(1.067.582)			

Fuente: El Operador

El retorno de la inversión depende en más de un 80% de la venta de madera que se realizará más adelante, cuando se desarrollen los bosques. En este sentido es clave durante estos años el manejo y seguimiento del bosque.

Cuadro 6. Costos de Producción e Inversiones año 2018 por tipo de actividad (USD).

Actividad	TOTAL 2018		
	Real	Presupuesto	Diferencia
Costos de Producción	10.961	902.687	-891.726
Inversiones Implantación	83.157	227.352	-144.195
Inversiones Manejo	424.681	838.895	-414.214
Gastos	681.989	887.797	-205.808
Total	1.200.788	2.856.731	-1.655.943

Fuente: el operador

Costos de producción: Como ya fuera comentado, el raleo comercial en Don Chico, recién comienza a realizarse en diciembre de 2018 por lo que no hay costos asignados a esa actividad (actividades de raleo y fletes básicamente). El resto de los componentes de los costos de producción también se reducen fuertemente: caminería y control de cepas.

Inversiones en implantación y manejo: En este caso, las diferencias entre lo real y lo proyectado se explican en parte por la no plantación del predio Reboledo. No obstante igualmente se verifican menores costos que los presupuestados en el manejo, básicamente como consecuencia de que no se realizaron algunas podas (3er poda), porque algunos montes no habían alcanzado aún el tamaño adecuado.

Gastos: Considera las tareas de protección de los montes, mediciones de parcelas y evaluaciones de rendimiento, mantenimiento de los predios (alambrados, cortafuegos) y el gerenciamiento. En este caso se nota una reducción de costos en mantenimiento y mayores costos de gerenciamiento que se deben a un ajuste retroactivo de la Fee de administración.

La empresa ha demostrado capacidad de avance en los procesos propuestos, las actividades se ejecutan con una adecuada calidad y con un cronograma ajustado a lo informado, aunque este año se nota un cierto retardo en la ejecución de algunas actividades, que por el momento no parecen afectar el plan de negocios.

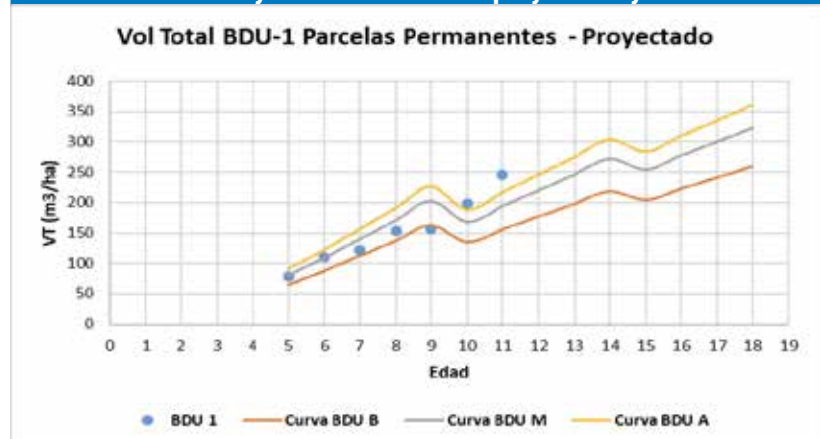
3. Resultados de la medición de parcelas permanentes

Se instalaron 87 parcelas permanentes distribuidas en 10 predios, 57 parcelas se ubican en plantaciones de *Eucalyptus grandis* (65.5%) y las restantes 30 parcelas corresponden a *Eucalyptus dunnii* (34.5%). En lo que respecta a edad, un 72.5% de las parcelas se encuentran instaladas sobre bosques con una edad menor o igual a 6 años y el restante 27.5% en plantaciones con edades mayor a 7 años y máximo de 11 años.

El objetivo de las parcelas permanentes es la medición de dos parámetros de crecimiento de los árboles, la altura y el diámetro, que son críticas para luego estimar la producción.

Con estos parámetros de crecimiento y la densidad de los rodales se estimó la curva de inventario real y se la comparó con las presentadas en el prospecto de emisión. En la grafica adjunta se presenta la comparación para el *Eucalyptus Grandis*.

Gráfica 5 Proyección de volumen proyectado y real



Fuente: el Operador.

Las líneas indican el crecimiento teórico esperado para una productividad baja, media o alta, y los puntos el resultado de las mediciones expresado en el volumen total de madera (en metros cúbicos por hectárea).

Los resultados de crecimiento que surgen de las parcelas permanentes se encuentran dentro de los valores presentados en el prospecto, e incluso más altos. En la medida que se consideren un mayor número de parcelas permanentes y se tengan más datos, se obtendrán estimaciones con mayor grado de significación y por ende una curva más robusta.

4. Tasación de la Tierra y los Montes Forestales

A diciembre de 2018 se realizó una nueva tasación de los campos y montes del Fideicomiso, en esta oportunidad con una nueva empresa. La tasación fue realizada por Poyry y en opinión de esta consultora basada en los datos provistos por Agroempresa Forestal y en las inspecciones realizadas a los predios el valor total de los activos al 31 de diciembre de 2018 era de 48,5 millones de dólares, compuesto de la siguiente manera: 19,55 millones de

la cosecha forestal, 0,11 millones por el valor presente del pastoreo y 28,80 millones por la tierra productiva. El valor total del activo si bien muestra una leve reducción respecto del año anterior, está muy cerca del valor de la emisión.

La metodología supone tres técnicas: valor de mercado, costo de poner el negocio en funcionamiento y la actualización del flujo esperado descontado a una tasa del 8,5%. Las tres técnicas dan resultados muy similares sin diferencias significativas.

En el cuadro 7 se presenta la evolución de los valores de los campos del Fideicomiso, según la información proveniente de las tasaciones realizadas anualmente. Se presenta en una columna el valor de la hectárea de tierra sola (sin plantaciones) y en otra columna el valor de la hectárea promedio del fideicomiso lo cual considera también los montes forestales plantados y los ingresos potenciales esperados por el pastoreo.

Cuadro 7: Evolución de la valuación de la tierra y de las plantaciones

	En dólares por hectárea	
	Tierra	Tierra, montes y pastoreo
2012	2.825	3.501
2013	3.244	4.008
2014	3.253	4.398
2015	3.346	4.624
2016	3.492	5.002
2017	3.628	5.222
2018	3.020	5.083
Tasa 2013-18	-1,4%	4,9%

Fuente: Care en base al Operador

La evolución muestra una tendencia creciente en la hectárea media considerando los montes forestales, pero una reducción en los valores si se considera la hectárea sola, en línea con la evolución del valor de la tierra que registra la DIEA-MGAP (ver sección V). Para el caso de la tierra sola, la variación acumulativa anual de los valores de tasación de la hectárea del fideicomiso para los últimos 5 años (2013-2018) ha sido negativa (-1,4%), mientras que si se consideran los montes forestales, la tasa de crecimiento acumulativa anual pasa a ser positiva (4,9%). No se consideró al año 2012 porque en aquel momento había menos hectáreas y puede existir un sesgo importante si lo comprado en 2013 fuera diferente a lo existente. Si se considera el año 2012 la tasa de crecimiento anual para el caso de la tierra pasa a ser positiva para la tierra sola (1,1%) y mejora aún más para la tierra con los montes (6,4%).

5. Riesgos considerados:

Riesgo de generación de flujos. A partir de lo anterior, se trata de señalar la capacidad de generar los flujos en el plazo pactado. Se considera que existe un riesgo bajo y posible de ser controlado a tiempo. Se destaca que el riesgo se ha reducido dado que se han completado las plantaciones. *Riesgo medio bajo*

Riesgo de descalce de monedas. Los ingresos y egresos más relevantes están previstos en la misma moneda, por lo que este riesgo es *casi nulo*.

V. EL ENTORNO

El análisis de entorno refiere a la evaluación de factores futuros que pueden afectar la generación de los flujos propuestos, pero que derivan de circunstancias ajenas a la empresa y refieren al marco general. Tienen que ver con la evolución esperada de los mercados interno o internacional de insumos y productos, así como con el análisis de políticas públicas capaces de incidir directamente en el cumplimiento de los objetivos planteados.

Por políticas públicas se entiende no solo las domésticas sino las de los países con los que existe comercio. En el caso de los productos forestales, al menos hasta el momento de la calificación, el cúmulo de barreras está relativamente sujeto a disciplinas predecibles. Y en cuanto a la probable extensión de barreras de tipo medio ambiental, el país y especialmente este proyecto, destacan por su cuidado y certificaciones a él vinculadas.

Dado el plazo extendido de las proyecciones que se corresponde a la naturaleza del propio proyecto, el análisis de entorno se expresa en términos de grandes tendencias vinculadas a la evolución del precio de la madera y de la tierra.

5.1 Riesgo Económico y de Mercado

En este caso, el informe se va a concentrar en el tema de los precios de la madera y de la tierra, elementos claves en el negocio del Fideicomiso.

5.2 El precio de la madera

El precio más importante y por tanto el juicio más determinante para la calificadora es el de la madera. Esto se fundamenta en que más del 80% de los retornos de la inversión se explican por el valor de la madera.

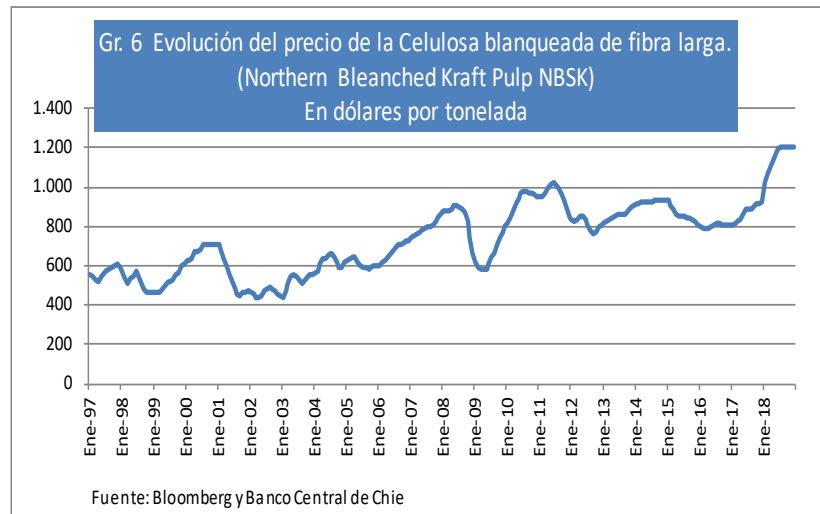
La tendencia de largo plazo esperada para los precios de la madera, que es compartida por toda la bibliografía consultada, es que todo indica que los precios deberían mostrar una tendencia creciente, y ello se sustenta en el hecho de que la demanda crecerá de la mano del incremento de la población mundial y del crecimiento económico de los países emergentes. Ese incremento de la demanda enfrenta una oferta que se ha visto limitada por crecientes medidas de protección de los bosques nativos, así como también el control que se realiza sobre los de rendimiento.

Los precios de la madera; a nivel internacional, regional y doméstico han evidenciado trayectorias acordes a las planteadas en el prospecto de emisión. Para esta calificación CARE realizó una actualización de la información clave del sector confirmando que no hay mayores desvíos respecto de la trayectoria esperada, ya que la demanda y los precios de los productos forestales se presentan firmes y se proyectan crecientes.

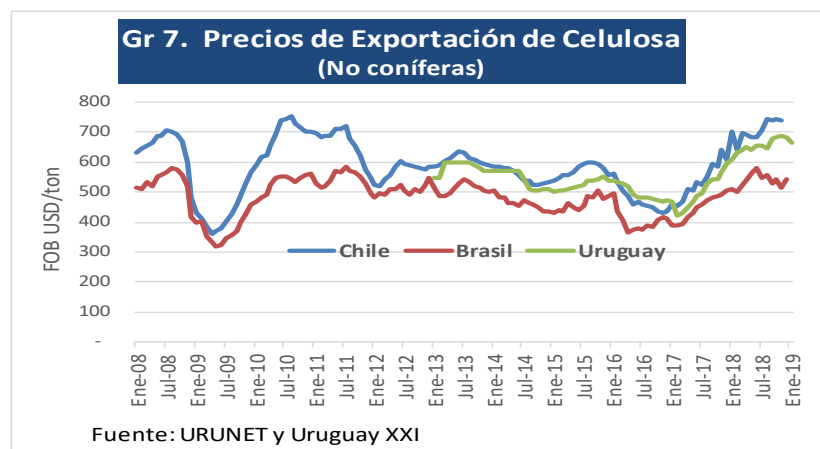
El rubro forestal en el Uruguay ha tenido en los últimos 30 años un gran progreso tanto en el área cultivada como en el desarrollo industrial para el procesamiento de la materia prima. En la actualidad la superficie afectada al rubro supera el millón de hectáreas, la mayoría con certificación de la gestión ambiental sostenible. De esta forma, la producción de madera es fuente de

materia prima para la industria de transformación química y mecánica, con posibilidad de acceso a los mercados más exigentes del mundo. El contexto internacional se presenta en la actual coyuntura como muy favorable para el sector, con precios en niveles muy elevados, tanto en pulpa de celulosa como en madera sólida.

Los precios de la celulosa se encuentran en niveles récord; en Europa el precio de la tonelada de pulpa de fibra larga (coníferas NBSK ⁷), ha superado los mil dólares ubicándose en la actualidad en el entorno de USD 1.200. En China, principal mercado de pulpa (con el 35% de la demanda) la celulosa NBSK alcanzó los USD 875 por tonelada.



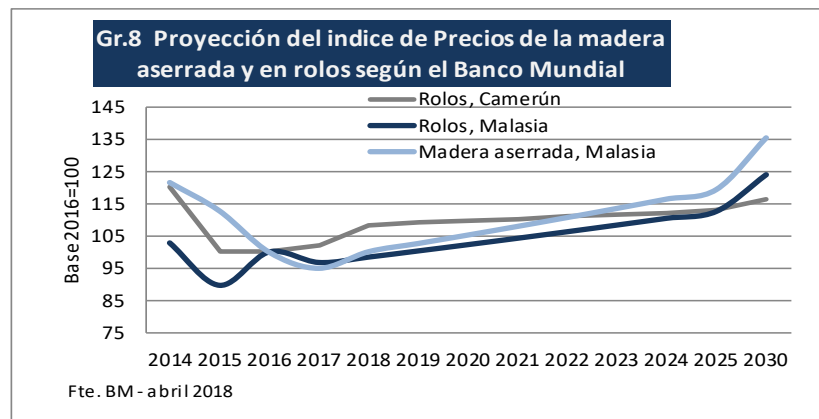
Desde principios del 2017 el precio de la celulosa ha mostrado un aumento muy importante como consecuencia de que el incremento de la demanda supera a la oferta y los stocks se mantienen en niveles bajos. Estos aumentos en los precios internacionales fueron recogidos por las exportaciones locales y regionales y de esta forma los precios regionales de las exportaciones de celulosa mostraron incrementos interanuales mayores al 30% entre enero y julio de 2018. La bibliografía consultada y los analistas sectoriales concuerdan en que es muy probable que estos precios tonificados se mantengan por algún tiempo



⁷ Northern Bleached Softwood Kraft. Pulpa de celulosa blanqueada de fibra larga

Por su parte, los precios de la madera en bruto y de los paneles también se encuentran en niveles muy altos en Estados Unidos, uno de los principales mercados de estos productor (Anuario de OPYPA, 2018).

Las perspectivas para el mediano plazo para la madera en bruto para aserrío o aserrada, muestra la misma tendencia que para el caso de la celulosa, o sea un crecimiento en el largo plazo, tal cual lo detalla el Banco Mundial en la siguiente gráfica.



Como resultado a este mercado internacional muy favorable para el rubro, se verifica en el Uruguay un fuerte aumento en prácticamente todos los productos de exportación del país, para alcanzar en el año 2018 el valor récord de exportaciones. Por su parte, la pasta de celulosa pasó a ser el principal producto de exportación.

Cuadro 8. Exportación de productos forestales seleccionados (en millones de dólares FOB)

	2015	2016	2017	2018	Variación
Celulosa	1.266,1	1.242,3	1.327,8	1.660,0	25,0%
Rolos (excepto eucalipto)	0,9	4,7	88,3	147,8	67,4%
Tableros madera contrachapados	62,2	57,8	63,5	76,3	20,2%
Chips de eucalipto	56,5	82,0	62,7	103,6	65,3%
Madera aserrada No Coníferas	42,3	38,4	46,5	53,0	13,8%
Madera aserrada Coníferas	23,4	26,7	46,5	62,5	34,4%
Papel y Cartón	79,1	51,7	30,6	30,4	-0,6%
Rolos de eucalipto	24,4	16,9	20,6	29,5	43,2%
Chips de pino	-	0,0	0,8	0,4	-48,9%
Total	1.554,8	1.520,6	1.687,3	2.163,4	28,2%

Fuente: Care en base a datos de URUNET, Uruguay XXI y OPYPA

Nota: No están consideradas las exportaciones a Zona Franca, ya que se consideran las exportaciones de pulpa de salen de ese destino.

El incremento en las exportaciones de celulosa se explican básicamente por un mayor precio ya que las dos plantas se encuentran produciendo a capacidad plena. En cambio el aumento en el resto de los conceptos se debe también a un mayor volumen de exportaciones, respondiendo a un mercado muy dinámico (rolos, madera aserrada, tableros, chips de eucaliptus) Los rolos de eucalipto se exportan a Vietnam y China (aprox. 54% y 39% respectivamente), con pequeñas participaciones de otros países asiáticos. Los

precios que se alcanzan en esos mercados, son mayores a los que se obtienen en la “exportación a zona franca”, actualmente en un 78%, pero se debe destacar que esa diferencia se ha venido reduciendo en la última década. Cabe destacar, que más del 95% de las exportaciones uruguayas de madera en bruto de eucalipto tienen como destino las plantas de celulosa que se encuentran en zona franca.

Las exportaciones de madera rolliza de pino tomaron impulso a partir de julio del año 2017 y fueron particularmente importantes durante el año 2018 en donde se exportaron casi 150 millones de dólares, un aumento de un 67% respecto del año anterior, constituyéndose en el segundo rubro en importancia. Prácticamente la totalidad de las exportaciones tuvo como destino a China.

Las exportaciones uruguayas de madera aserrada de pino se viene incrementando sostenidamente, en un marco de mayor disponibilidad de madera de coníferas. Este aumento en las exportaciones de los últimos dos años se explica fundamentalmente por una mayor demanda de China, mercado que explica el 45% del total exportado y le sigue Estados Unidos con un 24% que lo coloca también como un atractivo mercado.

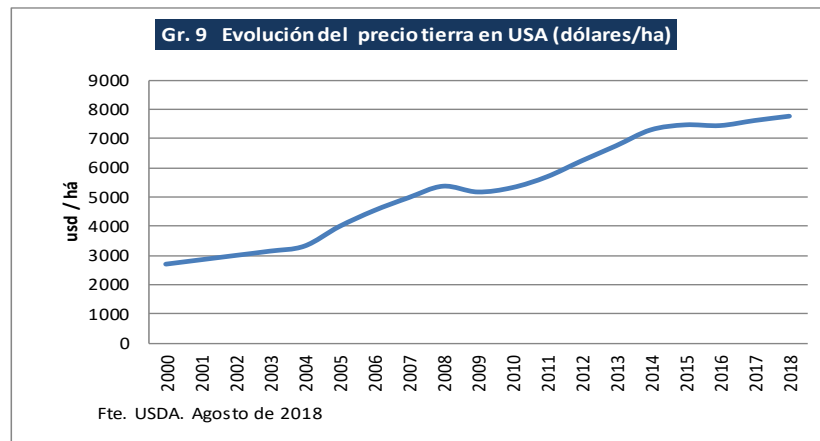
Todo indica que las perspectivas para el rubro en lo que refiere a los precios de la madera son auspiciosas. El escenario internacional de precios para la pulpa de celulosa se va a mantener sostenido por la fuerte demanda de China, mientras que para el caso de la madera sólida además de China hay otros mercados contribuyendo a sostener los precios (EEUU, Vietnam, Europa, etc.).

5.3 El precio de la tierra

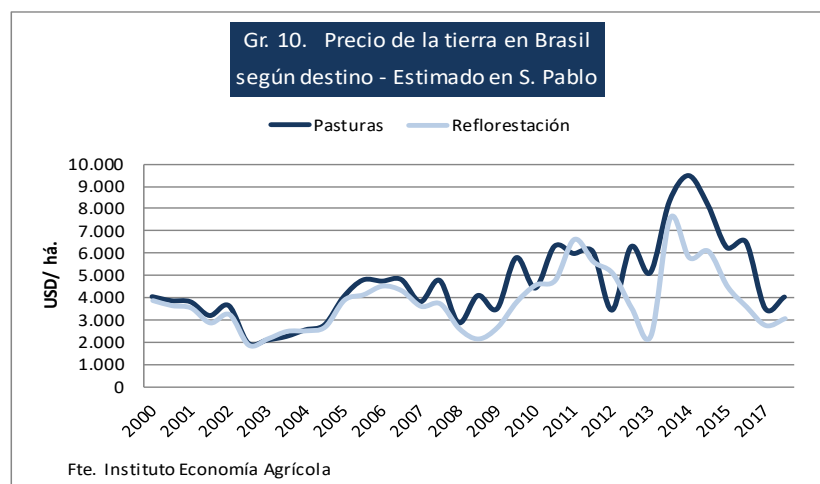
El precio de la tierra, el segundo en nivel de importancia, ha visto modificada su evolución de fuerte apreciación en dólares, con una caída a partir de 2015, y una insinuada estabilidad en los últimos años con las variaciones propias de un escaso número de operaciones; según reporta la Dirección de Estadísticas Agropecuarias del MGAP para el promedio de las operaciones en todo el país.

Las perspectivas de demanda internacional por tierra son alentadoras y ubican los precios en niveles crecientes para el corto y mediano plazo. En este caso se actualiza el comportamiento de los precios en diferentes países considerados de importancia

En lo que respecta, en particular al precio de la tierra en Estados Unidos, en lo que va del siglo XXI se observa una continua fase ascendente, con alguna excepción (2009 y 2015) en donde se verificaron mínimas reducciones, pero que no modifican la tendencia. El precio en Estados Unidos cayó únicamente en los primeros años de la década del ochenta ante el cambio de la política monetaria denominado “Plan Volker” y en menor medida, después de la crisis financiera de Lehman Brothers, y en forma muy moderada. Cualquiera de los dos shocks negativos en el nivel de precios, fueron revertidos en pocos años. En 2018, los precios de la tierra (promedio) aumentaron un 2%.



El comportamiento del precio de la tierra en Brasil, está afectado, además de por los factores descritos oportunamente para la tierra en general, por el efecto del tipo de cambio, en la medida que en ese país, la cotización del recurso, se realiza en moneda nacional. Por ello, las fluctuaciones son amplificadas por este efecto. En el año 2014 comenzó una fuerte caída de los precios de la tierra, parece comenzar a revertirse en 2017.

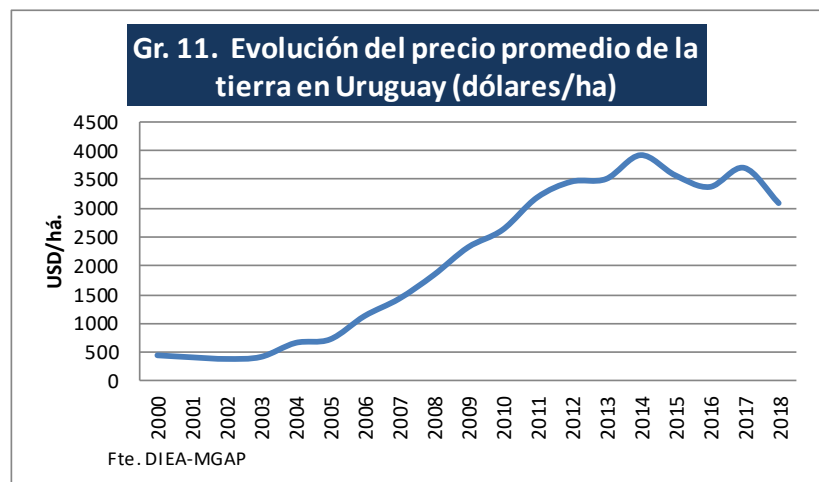


En Argentina, el precio de la tierra agrícola (de muy buena calidad), aumentó desde 1956 (USD 557 la Ha.) a enero de 2008 (USD 10.000 la Ha.) a un ritmo promedio de 3,5% acumulativo anual en términos reales, o sea descontando la inflación del dólar. Dicho crecimiento continuó hasta fines del 2011 (con una breve interrupción principalmente ocasionada por la crisis financiera de los años 2008/09). A partir del 2011 y debido a factores ajenos al campo y relacionados con la economía del país: la restricción a la compra-venta y/o giro de divisas extranjeras ("cepo cambiario"), el aumento del costo medido en dólares, la baja en el precio de los "commodities" y el aumento de la presión impositiva determinaron el comienzo de un período de leve reducción de los precios de la tierra. A estas medidas hay que sumarle la sanción de la Ley 26.737 "Régimen de Protección al Dominio Nacional sobre la Propiedad, Posesión o Tenencia de las Tierras Rurales" ("Ley de tierras"), que también generó efectos negativos sobre los precios.

El cambio de gobierno nacional y las modificaciones en las políticas económicas generaron expectativas para el comienzo de una recuperación en los valores, lo que aún no ha ocurrido, explicado por la particular coyuntura económica con sus efectos sobre el tipo de cambio, la inflación y las expectativas de los inversores. Los periódicos desajustes macroeconómicos de la Argentina generan dificultades para la construcción de series de precios de la tierra confiables. En particular, en esta coyuntura hay muy pocos negocios y los mismos no permiten conocer lo que está ocurriendo en el mercado de tierras.

En el caso de Uruguay, la información reportada por DIEA-MGAP para el promedio de las transacciones de tierras da cuenta de una muy fuerte valorización a partir de 2004 y hasta el 2014 cuando se verifica el valor máximo. A partir de 2015 comienza un cierto ajuste a la baja pero con un comportamiento un tanto errático, consecuencia seguramente de un bajo número de transacciones en donde la calidad y la localización de los campos comercializados tienen una gran influencia en los valores medios. Fue así que en 2017 DIEA reportó un aumento de un 10% en el valor de la tierra y en el primer semestre de 2018 la misma oficina da cuenta de una reducción de un 17% en el precio promedio de la hectárea media del país. En la Serie "Precio de la Tierra" Compraventas Primer Semestre 2018, publicado en enero de 2019 por DIEA, se informa de una reducción de un 17% en los precios, pero el propio documento aclara que si se analizan las transacciones de más de 1.000 hectáreas y si se estudia su destino *"podemos afirmar que para el primer semestre del 2017 la distribución de rubros fue un 88% forestal, 6% ganadero y 6% agrícola-ganadero; mientras que para el primer semestre de 2018 fue de 66% forestal, 23% ganadero y 11 agrícola-ganadero. El aumento en la comercialización de campos de aptitud ganadera en estas operaciones de superficie significativa explicaría parte del descenso en el precio promedio"*.

El escaso número de transacciones verificado en los últimos años genera algunas dudas en cuanto al mantenimiento de estas tendencias, lo que deberá ser corroborado en los siguientes años.



Como ya fuera expuesto, la valorización del precio de la tierra es un componente relativamente importante de ingreso final del fideicomiso (30%) por lo que lo que finalmente ocurra con su comportamiento tendrá una

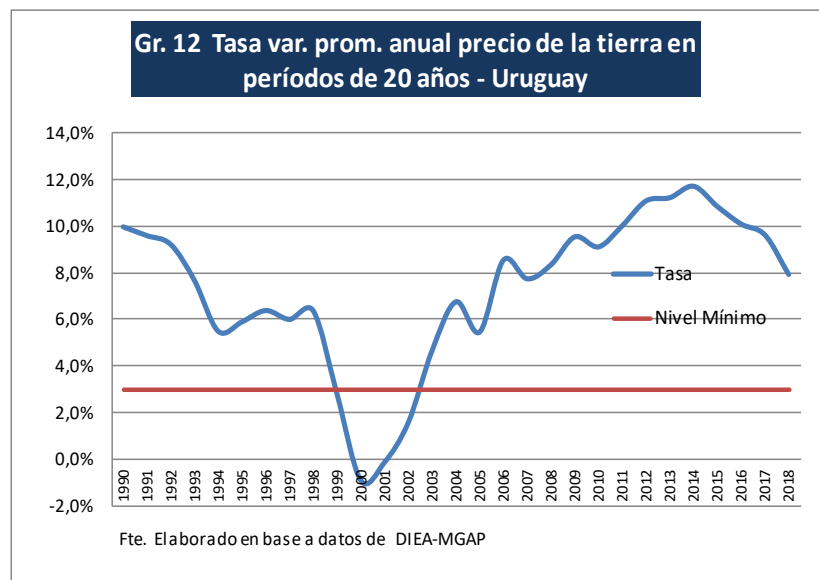
contribución sustancial con el retorno final de la inversión. El modelo financiero supuso una valorización acumulativa anual de un 3% durante 20 años, por lo que resulta importante conocer que ha sucedido en el pasado como forma tener una cierta aproximación con lo que pueda ocurrir en el futuro.

Para ello CARE analizó con la información de los precios de la tierra (en dólares corrientes) de una serie de 48 años (1970 a 2018) la variación anual en períodos de 20, en donde se observa lo siguiente:

- En promedio, la evolución anual del precio de la tierra en períodos móviles de 20 años fue de 7,3%.
- La tasa anual de crecimiento solamente fue menor al 3% para el caso de los campos que se vendieran entre 2000 y 2002, o se si se hubieran comprado entre 1980 y 1982.
- Para resto del período, el crecimiento anual del precio de la tierra supera ampliamente el 3%.

Si el mismo análisis se realiza para períodos de 30 años se mantiene la misma tasa de crecimiento anual (7,3%), y el mínimo crecimiento anual es de 5% y por lo tanto en ningún período por debajo del valor considerado en el prospecto.

La evolución anual de este indicador –para intervalo de 20 años- muestra una tendencia al alza que se atenúa hacia el final del período y parece estabilizarse en 2017, pero se mantiene en valores en el entorno del 8% de crecimiento anual.



5.4 Las políticas públicas, el riesgo político

El riesgo de políticas públicas refiere a la amenaza, de parte del Estado, de actuar contra las modalidades de propiedad y explotación que propone el fideicomiso. El gobierno discute con frecuencia diferentes propuestas que pueden afectar el clima de la inversión en tierras, si aparecieran leyes gravando nuevamente la tierra, o si se detuviera en alguna medida la inversión de fondos como el proyectado, o si se afectara la inversión extranjera directa. Todos estos elementos componen un riesgo político que al momento no puede preverse cómo será su desenlace.

No se perciben condiciones que permitan advertir mayores amenazas de las que se mencionaron líneas arriba.

Riesgo de Entorno: *En conclusión el riesgo de entorno tanto en lo que refiere a los mercados como a las políticas públicas se considera bajo.*

VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Fiduciaria y el Operador como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BBB + (uy) de la escala del Manual de CARE⁸.

Comité de Calificación



Ing. Julio Preve



Cr. Martín Durán Martínez



Ing. Agr. Adrián Tamber

⁸ BBB+(uy). Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores. Grado de inversión mínimo. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.